
การทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงจากความไม่สอดคล้องกันระหว่าง ราคาหุ้นสามัญและใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Arbitrage from Inconsistency between Stock Price and Warrant Price in the Stock Exchange of Thailand)

สุทธภา กิตติวงษ์ชัย¹ ฆนัทนันท์ ทวีวัฒน์² และ พิษณุวัฒน์ ทวีวัฒน์³

บทคัดย่อ

การศึกษาเรื่อง การทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงจากความไม่สอดคล้องกันระหว่างราคาหุ้นสามัญและใบสำคัญแสดงสิทธิ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนจากการยืมหุ้นสามัญมาขายพร้อมกับซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิก่อนหักต้นทุนการกู้ยืม และศึกษาโอกาสในการทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงและกลไกการปรับเข้าสู่สมดุลผลการศึกษาพบว่า เมื่อราคาใบสำคัญแสดงสิทธิรวมกับราคาใช้สิทธิและค่าธรรมเนียมต่าง ๆ มีมูลค่าต่ำกว่าราคาหุ้นสามัญ นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาทั้งสองหลักทรัพย์ได้ และถ้าอัตราผลตอบแทนมีค่าสูงกว่าต้นทุนของการยืมหุ้น นักลงทุนก็จะสามารถทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงได้ โดยการยืมหุ้นสามัญจากบริษัทหลักทรัพย์หรือนักลงทุนรายย่อยนอกตลาดหลักทรัพย์มาขายพร้อมกับการซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิของหุ้นสามัญนั้นเพื่อรอปแปลงสภาพ และนำหุ้นสามัญกลับมาใช้คืนผู้ที่ยืมมาจากการเก็บรวบรวมข้อมูลทุกัญมิราคาปิด ณ สิ้นวันของหุ้นสามัญ และใบสำคัญแสดงสิทธิ บมจ.บางกอกแลนด์ พบว่า ส่วนต่างระหว่างราคาของหลักทรัพย์ทั้งสองสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนก่อนหักต้นทุนการยืมหุ้นได้มากกว่าร้อยละ 30 ต่อปีหลายวันติดต่อกัน ทำให้นักลงทุนสามารถทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงได้แต่สาเหตุที่ราคาไม่สามารถปรับเข้าสู่สมดุลได้ในเวลาอันสั้นเนื่องจากการยืมหุ้นทำได้ยากและปริมาณในการยืมมีอย่างจำกัด

คำสำคัญ: การทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยง ราคาหุ้นสามัญ ใบสำคัญแสดงสิทธิ

ABSTRACT

The study of arbitrage from inconsistency between stock price and warrant price aimed to examine rate of return from short sale stock with warrant buying before cost of short sale and to study arbitrage opportunity and equilibrium price - adjusting mechanism in the Stock Exchange of Thailand. The study result showed that when warrant price and exercise price, including all fees, were less than common stock price, the investor could gain on investment from such margin between those two portfolios. In addition, when the return had higher value than cost of stock borrowing, the investor would be able to arbitrage by short sale from securities company or other investors as well as buying

¹ นิสิตโครงการเศรษฐศาสตร์ธุรกิจภาคพิเศษ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา

² อาจารย์ประจำ คณะเศรษฐศาสตร์ ศรีราชา มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา

³ อาจารย์ประจำ คณะเศรษฐศาสตร์ ศรีราชา มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตศรีราชา



the stock warrant of that common stock in order to wait for converting and then buy that common stock to repay the securities company or investors. According to the collection of secondary data of closing price at the end of the day of the common stock and the stock warrant of Bangkok Land PCL., there was difference of those two portfolios prices under studied before cost of short sale at more than 30%. This showed that the investors could make arbitrage, but the study also found that the two portfolios were not able to adjust to equilibrium within a short period of time because of the difficulty and limit of short sale.

Keywords: Arbitrage, Stock Price, Warrant

ความสำคัญของปัญหา

ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์สามารถแบ่งออกเป็นความเสี่ยงที่นักลงทุนสามารถคาดการณ์จากผลการดำเนินงานของบริษัทที่ลงทุน และความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่สามารถคาดการณ์ได้ โดยธรรมชาติของนักลงทุนทั่วไปมักจะแสวงหารูปแบบการลงทุนที่ให้ได้ผลตอบแทนมากที่สุดในขณะที่มีความเสี่ยงจากการลงทุนต่ำที่สุด แต่การลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง ย่อมมีความเสี่ยงที่สูงควบคู่กัน (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2556)

ในกรณีที่นักลงทุนต้องการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่สนใจ นักลงทุนสามารถเลือกทำได้ 2 วิธี คือ ซื้อหุ้นสามัญของบริษัทนั้นในตลาดหลักทรัพย์ทันที หรือ ซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทนั้นแล้วรอแปลงสภาพสิทธิเป็นหุ้นสามัญ แต่การซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิที่นักลงทุนจะไม่ได้รับเงินปันผลระหว่างที่รอแปลงสภาพสิทธิเป็นหุ้นสามัญ ดังนั้นในช่วงที่หุ้นสามัญไม่มีการจ่ายเงินปันผล ราคาของหุ้นสามัญควรมีความใกล้เคียงกับราคาใบสำคัญแสดงสิทธิรวมกับราคาใช้สิทธิ แต่ถ้าราคาทั้งสองหลักทรัพย์ มีความแตกต่างกันมาก จะทำให้นักลงทุนหรือนักเก็งกำไรสามารถเข้ามาทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงได้

โดยการยืมหุ้นสามัญแล้วขายทันที และนำเงินที่ได้จากการขายหุ้นสามัญมาซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิ หลังจากนั้นนักลงทุนจะถือใบสำคัญแสดงสิทธิจนครบกำหนดเพื่อรอการแปลงสภาพ และนำหุ้นสามัญกลับมาใช้คืนผู้ที่ยืมมา จากการสังเกตข้อมูลราคาปิด ณ สิ้นวันของหุ้นสามัญ (BLAND) และใบสำคัญแสดงสิทธิ (BLAND-W2) บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน) ในเบื้องต้น พบว่าในวันที่ 18/3/2556 ราคาหุ้นสามัญ ราคาใบสำคัญแสดงสิทธิรวมกับราคาใช้สิทธิ มีความแตกต่างกันมากถึง 0.22 บาท ซึ่งหลังจากหักค่าธรรมเนียมต่าง ๆ ก็น่าจะทำให้นักลงทุนสามารถเข้ามาสร้างผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงได้ โดยในกรณีที่สามารถทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงได้จริง ตามแนวคิดการบรรจบกันของราคาเมื่อมีผู้เข้ามาทำกำไรจำนวนมากก็จะทำให้ราคาของหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันปรับเข้าสู่สมดุลจนไม่สามารถทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงได้อีก แต่จากข้อมูลเชิงประจักษ์จะเห็นได้ว่าในวันที่ 19/3/2556 และ 20/3/2556 ก็ยังคงมีความแตกต่างของหลักทรัพย์ทั้งสองอยู่เช่นเดิม ดังตารางที่ 1 นั้นหมายความว่าตลาดยังไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอในการทำให้กลไกราคาปรับตัวได้ตามที่ควรจะเป็น

ตารางที่ 1 ความแตกต่างระหว่างราคาหุ้นสามัญและราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ

วันที่	BLAND		BLAND - W2		ผลต่าง BLAND กับ BLAND-W2
	ราคาปิด	เงินปันผล	ราคาใช้สิทธิ	ราคาปิด	
18/3/2556	2.18	0.00	1.90	0.06	0.22
19/3/2556	2.16	0.00	1.90	0.04	0.22
20/3/2556	2.20	0.00	1.90	0.05	0.25

หลังจากที่ผู้ศึกษาได้ทำการทบทวนวรรณกรรม เรื่องอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในทองคำแท่ง ที่มีการทำสัญญาขายล่วงหน้า พบข้อจำกัดของการกำหนดราคาปิดสถานะเพื่อใช้ในการชำระราคาของบริษัทตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ที่ไม่สอดคล้องกับการกำหนดราคาทองคำแท่งของสมาคมค้าทองคำ และบริษัทตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ก็ไม่อนุญาตให้มีการส่งมอบสินค้าอ้างอิง แต่จะใช้วิธีชำระส่วนต่างของราคา ดังนั้นจึงทำให้แนวคิดการบรรจบกันของราคาไม่เป็นจริงในตลาดดังกล่าวและทำให้นักลงทุนไม่สามารถทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงได้ แม้จะเห็นความผิดปกติระหว่างราคาทั้งสอง (ฉันทนันท์ ทวีวัฒน์ และคณะ, 2556) แต่สำหรับใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีการระบุราคาใช้สิทธิที่แน่นอน และมีการส่งมอบหุ้นที่เป็นหลักทรัพย์อ้างอิงกันจริง รวมทั้งหลักทรัพย์ทั้งสองอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงไม่มีข้อจำกัดตามที่กล่าวมาดังนั้นในกรณีที่มีโอกาสที่จะทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงได้จริงแต่ราคาไม่สามารถปรับเข้าสู่สมดุลได้ก็น่าจะมาจากสาเหตุอื่น การศึกษาในครั้งนี้จึงเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนรายย่อยในการเพิ่มช่องทางในการทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงผ่านตลาดหุ้น และเกิดประโยชน์ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการนำเสนอข้อจำกัดต่างๆ เพื่อปรับปรุงข้อจำกัดที่ทำให้กลไกราคาสามารถทำงานได้อย่างเต็มที่ซึ่งเป็นเงื่อนไขหนึ่งของตลาดที่มีประสิทธิภาพ (ศิรินุช อินละคร, 2550 และสถาบันพัฒนาความรู้ตลาดหุ้น, 2556)

วิธีการศึกษา

เก็บรวบรวมข้อมูลปฐมภูมิจากการสัมภาษณ์ผู้ที่เกี่ยวข้องเฉพาะด้านของบริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง จำกัด (มหาชน) และบริษัทหลักทรัพย์โกลเบล็ก จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทสมาชิกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เกี่ยวกับวิธีการลงทุนและค่าธรรมเนียมต่างๆ ในการซื้อขายหุ้นสามัญและใบสำคัญแสดงสิทธิ รวมถึงข้อกำหนดของการขายชอร์ต (Short Sale) และการสนทนากลุ่ม (Focus Group) กลุ่มนักลงทุนที่ลงทุนใน BLAND และ BLAND-W2 ส่วนข้อมูลทุติยภูมิเก็บรวบรวมราคาปิดของหุ้นสามัญ (BLAND) และราคาใบสำคัญแสดงสิทธิครั้งที่ 2 (BLAND-W2) บริษัท บางกอก แลนด์ จำกัด (มหาชน) เก็บข้อมูลเป็นรายวัน ใช้เฉพาะราคาปิด ณ สิ้นวัน ครอบคลุมระยะเวลาวันที่ 15 พฤษภาคม 2555 ถึงวันที่ 2 พฤษภาคม 2556 รวมทั้งสิ้น 236 วัน โดยใช้ระยะเวลาของ BLAND-W2 ช่วง 60 วันสุดท้ายของการใช้สิทธิครั้งสุดท้ายจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากช่วงเวลาดังกล่าวจะเกิดความผิดปกติของราคาหุ้นสามัญและราคาใบสำคัญแสดงสิทธิมากที่สุดซึ่งการหาความผิดปกตินั้นจะใช้วิธีการจับผิด (Falsification) จากการสุ่มตัวอย่างบริษัท เนื่องจากลักษณะของตัวอย่างมีความเหมือนกันกับประชากร ดังนั้นเมื่อพบความผิดปกติเพียง 1 กรณี สามารถอ้างอิงถึงโอกาสในการเกิดความผิดปกติระหว่างหุ้นสามัญกับใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทหลักทรัพย์ใดและเวลาไหนก็ได้ เนื่องจากตัวอย่างที่ศึกษามีความเหมือนกันกับประชากร ซึ่งก็คือหุ้นสามัญและใบสำคัญแสดงสิทธิของทุกบริษัทที่ออกหลักทรัพย์

และการศึกษาครั้งนี้ใช้วิธีการยืมหุ้นจากตลาดที่ไม่เป็นทางการหรือนักลงทุนรายย่อย (Over the Counter: OTC) ต้นทุนการกู้ยืมเป็นการตกลงระหว่างนักลงทุน

การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา จะเป็นการอธิบายและบรรยายเกี่ยวกับกลไกการกำหนดราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ และอธิบายการทำกำไรโดยปราศจากความเสียหายจากความผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ และราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดที่มีประสิทธิภาพ และอธิบายเกี่ยวกับข้อจำกัดของการขายชอร์ต (Short Sale) ส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ คำนวณอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับต่อปีจากความผิดปกติของราคาหุ้นสามัญ และราคาใช้สิทธิรวมกับราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่เกิดขึ้นจริงเป็นรายวัน สังเกตเฉพาะวันที่มีความผิดปกติ

ผลการศึกษา

จากการสังเกตราคาใบสำคัญแสดงสิทธิครั้งที่ 2 ของบริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน) มีระยะเวลาในการใช้สิทธิ 5 ปี ใบสำคัญแสดงสิทธิ 1 หน่วยมีสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญที่ออกใหม่ของบริษัทจำนวน 1 หุ้นตามราคาใช้สิทธิในปีที่ 5 กำหนดราคาใช้สิทธิที่ 1.90 บาท ดังตารางที่ 2 ช่วงเวลา 60 วันสุดท้ายก่อนครบกำหนด พบว่า ราคาหุ้นสามัญ และราคาใบสำคัญแสดงสิทธิรวมกับราคาใช้สิทธิ มีความแตกต่างกันมากซึ่งหลังจากหักค่าธรรมเนียมต่างๆ ทำให้นักลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทน

ตารางที่ 2 ราคาใช้สิทธิแต่ละช่วงเวลาของใบสำคัญแสดงสิทธิรุ่นที่ 2 ของบริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)

ปีที่	รายละเอียดช่วงเวลา	ราคาใช้สิทธิ
ปีที่ 1	(นับจากวันออกใบสำคัญแสดงสิทธิจนถึงวันครบรอบ 1 ปีของวันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ)	1.10 บาท
ปีที่ 2	(นับจากวันครบรอบปีที่ 1 ของวันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิถึงวันครบรอบปีที่ 2 ของวันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ)	1.30 บาท
ปีที่ 3	(นับจากวันครบรอบปีที่ 2 ของวันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิถึงวันครบรอบปีที่ 3 ของวันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ)	1.50 บาท
ปีที่ 4	(นับจากวันครบรอบปีที่ 3 ของวันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิถึงวันครบรอบปีที่ 4 ของวันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ)	1.70 บาท
ปีที่ 5	(นับจากวันครบรอบปีที่ 4 ของวันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิถึงวันครบรอบปีที่ 5 ของวันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ)	1.90 บาท

ที่มา: บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน) (2550: 1-2)

เมื่อนักลงทุนได้ทำการยืมหุ้นสามัญมาแล้ว และนำเงินที่ได้จากการขายหุ้นสามัญมาซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิทันที นักลงทุนถือใบสำคัญแสดงสิทธิจนครบกำหนด และแปลงสภาพกลับมาเป็นหุ้นสามัญ นักลงทุนสามารถทราบอัตราผลตอบแทนที่แน่นอนได้ก่อนเริ่มการลงทุน แต่อัตราผลตอบแทนเป็นอัตราผลตอบแทนก่อนหักต้นทุนการยืมหุ้นสามัญ ดังนั้นในวันที่อัตราผลตอบแทนมีค่าเป็นลบ นักลงทุนเลือก

ที่จะไม่ลงทุน แต่ถ้าวันไหนอัตราผลตอบแทนมีค่าเป็นบวก นักลงทุนก็จะนำอัตราผลตอบแทนที่คำนวณได้ดังกล่าวมาเปรียบเทียบกับต้นทุนการยืมหุ้น ถ้าอัตราผลตอบแทนมีค่ามากกว่าต้นทุนการยืมหุ้น นักลงทุนจะสามารถทำกำไรโดยปราศจากความเสียหายได้

จากการสัมภาษณ์เชิงลึกกับนายหน้าค้าหลักทรัพย์ และการสนทนากลุ่ม (Focus Group)

กลุ่มนักลงทุนที่ลงทุนใน BLAND และ BLAND-W2 การสัมภาษณ์เชิงลึกกับนายหน้าค้าหลักทรัพย์ พบว่า การซื้อขายหลักทรัพย์มีการกำหนดค่าธรรมเนียมที่ร้อยละ 0.25 ของการซื้อขาย กำหนดค่าธรรมเนียมภาษีมูลค่าเพิ่มในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ร้อยละ 7 ของค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ ถ้านักลงทุนทำการขายชอร์ตจากบริษัทหลักทรัพย์กำหนดค่าธรรมเนียมที่ร้อยละ 5 ต่อปีแต่ต้องนำเงินส่วนต่างจากการขายหุ้นสามัญมาเป็นหลักประกันกับบริษัทหลักทรัพย์ 50% ของมูลค่าหุ้นสามัญที่ทำการกู้ยืม รวมทั้งการกู้ยืมหุ้นสามัญเป็นไปอย่างจำกัด การสนทนากลุ่ม (Focus Group)

กลุ่มนักลงทุนที่ลงทุนใน BLAND และ BLAND-W2 พบว่าต้นทุนในการกู้ยืมหุ้นสามัญของนักลงทุนแต่ละรายมีไม่เท่ากัน ใช้ความสัมพันธ์ส่วนบุคคลเป็นเกณฑ์ การที่จะหานักลงทุนรายย่อยที่ถือหุ้นระยะยาวและมีหุ้นสามัญตามที่ต้องการนั้น เป็นไปได้ยาก การศึกษาครั้งนี้จึงไม่กำหนดต้นทุนของการกู้ยืมหุ้นสามัญ แต่ผู้ที่สนใจสามารถนำผลการศึกษาไปเปรียบเทียบกับต้นทุนการยืมหุ้นสามัญของตนเอง โดยถ้าอัตราผลตอบแทนที่คำนวณได้มีค่ามากกว่าต้นทุนการยืมหุ้น นักลงทุนจะสามารถทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงได้

ตารางที่ 3 อัตราผลตอบแทนของราคาหุ้นสามัญกับราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ

วันที่	BLAND		BLAND - W2		Ti	Te	Tb	อัตราผลตอบแทนที่ได้รับต่อปี
	ราคาปิด	เงินปันผล	ราคาใช้สิทธิ	ราคาปิด				
18/3/2556	2.18	0.00	1.90	0.06	46	30	15	39.79%
19/3/2556	2.16	0.00	1.90	0.04	45	30	15	40.62%
20/3/2556	2.20	0.00	1.90	0.05	44	30	15	45.90%
21/3/2556	2.14	0.00	1.90	0.05	43	30	15	36.10%
22/3/2556	2.02	0.00	1.90	0.03	42	30	15	17.96%
25/3/2556	1.97	0.00	1.90	0.03	39	30	15	8.05%
26/3/2556	1.99	0.00	1.90	0.04	38	30	15	10.25%
27/3/2556	1.96	0.00	1.90	0.04	37	30	15	3.73%
29/3/2556	1.96	0.00	1.90	0.03	35	30	15	6.14%
1/4/2556	1.95	0.00	1.90	0.01	32	30	15	8.85%
2/4/2556	2.04	0.00	1.90	0.01	31	30	15	29.72%
3/4/2556	1.97	0.00	1.90	0.01	30	30	15	13.91%
4/4/2556	1.97	0.00	1.90	0.01	29	30	15	14.09%
5/4/2556	1.95	0.00	1.90	0.01	28	30	15	9.31%
9/4/2556	1.94	0.00	1.90	0.01	24	30	15	7.15%
11/4/2556	1.93	0.00	1.90	0.01	22	30	15	4.57%
22/4/2556	1.93	0.00	1.90	0.01	11	30	15	5.37%
25/4/2556	2.00	0.00	1.90	0.01	8	30	15	29.50%
26/4/2556	1.96	0.00	1.90	0.01	7	30	15	16.38%
29/4/2556	1.93	0.00	1.90	0.01	4	30	15	6.06%
30/4/2556	1.93	0.00	1.90	0.01	3	30	15	6.18%
2/5/2556	1.96	0.00	1.90	0.01	1	30	15	18.45%

ที่มา : บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน) (2550), ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2557),
 วิววัฒน์ (2557) สรนันท์ (2556)

หมายเหตุ : Ti หมายถึง ระยะเวลาคงเหลือของใบสำคัญแสดงสิทธิ

Te หมายถึง ระยะเวลาการแปลงสภาพ จากใบสำคัญแสดงสิทธิเป็นหุ้นสามัญ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557)

Tb หมายถึง ระยะเวลาถือหุ้นสามัญเข้าบัญชี

ค่าธรรมเนียมในการขายและการซื้อหลักทรัพย์กำหนดที่ร้อยละ 0.25 ของการซื้อขาย (บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง จำกัด (มหาชน), 2557)

ค่าธรรมเนียมภาษีมูลค่าเพิ่มในการขายและการซื้อหลักทรัพย์กำหนดที่ร้อยละ 7 ของค่าธรรมเนียมในการขายและการซื้อหลักทรัพย์ (บริษัท หลักทรัพย์บัวหลวง จำกัด (มหาชน), 2557)

อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประเภทออมทรัพย์ระยะสั้น 0.50% ต่อปี (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2557)

สูตรการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจากการยืมหุ้นสามัญมาขายพร้อมกับซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิ ก่อนหักต้นทุนการกู้ยืม

$$E(r) = \frac{\left[(S - F_1 - W - F_2) \times \left\{ 1 + \frac{(r \times (Ti + Te))}{365} \right\} - X \right] \times \left\{ 1 + \frac{(r \times Tb)}{365} \right\}}{S} \times \frac{365}{(Ti + Te + Tb)}$$

แทนค่า E(r)	อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง
S	ราคาหุ้นสามัญ
F ₁	ค่าธรรมเนียมของการขายหุ้นสามัญที่รวมภาษีมูลค่าเพิ่มแล้ว
W	ราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ
F ₂	ค่าธรรมเนียมของการขายซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิที่รวมภาษีมูลค่าเพิ่มแล้ว
r	อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง
Ti	ช่วงเวลาที่เหลืออยู่ของใบสำคัญแสดงสิทธิ (วัน)
Te	ช่วงเวลารอการแปลงสภาพ (วัน)
Tb	ช่วงเวลารอหุ้นสามัญเข้าพอร์ต (วัน)
X	ราคาใช้สิทธิของใบสำคัญแสดงสิทธิ

ยกตัวอย่างวิธีการคำนวณอัตราผลตอบแทน จากตารางที่ 3 ดังนี้

วันที่ 18/3/2556

ยืมหุ้น BLAND จำนวน 1 หุ้น จากบริษัทหลักทรัพย์	รวมเป็นเงิน	2.18000 บาท
ที่ราคา 2.18 บาท และขายทันที		
หัก ซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิ BLAND-W2 ที่ราคา 0.06 บาท	รวมเป็นเงิน	0.06000 บาท
จำนวนเงินคงเหลือ	เงินคงเหลือ	2.12000 บาท
หัก ค่าธรรมเนียมในการขายหุ้น 0.25% ของมูลค่าที่ขาย	รวมเป็นเงิน	0.00545 บาท
(0.25% x 2.18 = 0.00545)		
หัก ค่าธรรมเนียมภาษีมูลค่าเพิ่ม 7% ของค่าธรรมเนียม	รวมเป็นเงิน	0.00038 บาท
การขายหุ้น (7% x 0.00545 = 0.00038)		
หัก ค่าธรรมเนียมในการซื้อ BLAND-W2 0.25% ของมูลค่า	รวมเป็นเงิน	0.00015 บาท

ที่ซื้อ $(0.25\% \times 0.06 = 0.00015)$

หัก ค่าธรรมเนียมภาษีมูลค่าเพิ่ม 7% ของค่าธรรมเนียม	รวมเป็นเงิน	0.00001 บาท
การขายหุ้น $(7\% \times 0.00015 = 0.00001)$		
จำนวนเงินคงเหลือหลังหักต้นทุนค่าธรรมเนียม	เงินคงเหลือ	2.11401 บาท

นักลงทุนจะถือ BLAND-W2 จนกว่าจะครบกำหนด ในวันที่ 2/5/2556 เนื่องจากวันที่ 18/3/2556 นักลงทุนทำการซื้อ BLAND-W2 ทำให้เหลือระยะเวลาก่อนที่ใบสำคัญแสดงสิทธิจะครบกำหนด 46 วัน และระยะเวลารอการแปลงสภาพ จากใบสำคัญแสดงสิทธิเป็นหุ้นสามัญ 30 วัน นักลงทุนนำเงินคงเหลือ 2.11401 บาท ไปฝากธนาคารที่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น 0.5% ต่อปี จำนวนวันที่ฝากธนาคารทั้งหมด 76 วัน

จำนวนเงินคงเหลือหลังหักต้นทุนค่าธรรมเนียม	เงินคงเหลือ	2.11401 บาท
บวก ดอกเบี้ยฝากธนาคาร $(0.5\% \times (76/365))$	รวมเป็นเงิน	0.00220 บาท
จำนวนเงินเมื่อรวมเงินฝากธนาคาร	เงินคงเหลือ	2.11621 บาท

เมื่อครบกำหนดของใบสำคัญแสดงสิทธิ นักลงทุนทำการใช้สิทธิ ราคาใช้สิทธิอยู่ที่ 1.90 บาท ทำให้นักลงทุนมีเงินคงเหลือ ดังนี้

จำนวนเงินเมื่อรวมเงินฝากธนาคาร	เงินคงเหลือ	2.11621 บาท
หัก ใช้สิทธิใบสำคัญแสดงสิทธิ	ราคาใช้สิทธิ	1.90000 บาท
จำนวนเงินคงเหลือหลังหักราคาใช้สิทธิ	เงินคงเหลือ	0.21621 บาท

เมื่อนักลงทุนใช้สิทธิใบสำคัญแสดงสิทธิแล้ว มีระยะเวลารอหุ้นสามัญเข้าบัญชี ใช้เวลา 15 วัน ในระยะเวลาดังกล่าว สามารถสร้างมูลค่าของเงินคงเหลือได้ โดยการนำเงินไปฝากธนาคารอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น 0.5% ในระยะเวลา 15 วัน เมื่อหุ้นสามัญเข้าบัญชีของนักลงทุน นักลงทุนจะทำการคืนหุ้นสามัญให้กับนักลงทุนรายย่อยที่ยืมหุ้นสามัญมา สามารถทราบอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุน ดังนี้

จำนวนเงินคงเหลือหลังหักราคาใช้สิทธิ	เงินคงเหลือ	0.21621 บาท
บวก ดอกเบี้ยฝากธนาคาร $(0.5\% \times (15/365))$	รวมเป็นเงิน	0.00012 บาท
จำนวนเงินเมื่อรวมเงินฝากธนาคาร	เงินคงเหลือ	0.21633 บาท
อัตราผลตอบแทนที่ได้รับ	39.79% ต่อปี	$((0.21621/2.18)/(60+30+15)) \times 365$

การคำนวณอัตราผลตอบแทนจากความไม่สอดคล้องกันระหว่างราคาหุ้นสามัญกับราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ นักลงทุนสามารถนำมาใช้คำนวณอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับในวันอื่นๆ ได้ จะได้ผลตอบแทนดังตารางที่ 3

การทำกำไรโดยปราศจากความเสี่ยงโดยพิจารณาจากราคาหุ้นสามัญ และราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ นักลงทุนทำการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ได้รับและต้นทุนการกู้ยืมหุ้นสามัญในกรณีที่ต้นทุนการกู้ยืมหุ้นสามัญมีจำนวนน้อยกว่า

อัตราผลตอบแทนที่ได้รับ นักลงทุนจะทำกำไรโดยการยืมหุ้นสามัญที่นักลงทุนสนใจจากนักลงทุนรายย่อยและขายออกทันที (Short Sale) จากนั้นนำเงินที่ได้ไปซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีหลักทรัพย์อ้างอิงเป็นตัวเดียวกับหุ้นสามัญที่นักลงทุนยืมมาเก็บใบสำคัญแสดงสิทธินั้นไว้เพื่อรอการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ นำเงินส่วนที่เหลือไปฝากธนาคารด้วยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ระยะสั้น จากนั้นนักลงทุนจะคำนวณผลตอบแทนที่ได้รับ โดยหักต้นทุนค่าธรรมเนียมในการยืมหุ้นสามัญและซื้อ

ใบสำคัญแสดงสิทธิ รวมทั้งพิจารณาควบคู่กับต้นทุนในการยืมหุ้นสามัญและการยอมรับความเสี่ยงของนักลงทุนแต่ละคน สุดท้ายนักลงทุนจะนำหุ้นสามัญที่ได้จากการแปลงสภาพ คืนให้กับนักลงทุนรายย่อยที่ยืมหุ้นสามัญมา ยกตัวอย่างจากวิธีการคำนวณในส่วนก่อนหน้า กรณีที่นักลงทุนได้รับผลตอบแทนในวันที่ 18/3/2556 ซึ่ง นักลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนอยู่ที่ 39.79% ถ้านักลงทุนมีต้นทุนในการยืมหุ้นสามัญต่ำกว่า 39.79% แสดงว่าในวันนี้ นักลงทุนสามารถทำกำไรโดยปราศจากความเสียหายได้

ในความเป็นจริงถ้าสามารถทำกำไรโดยปราศจากความเสียหายได้ นักลงทุนจะไม่ทำการซื้อขายเพียง 1 หุ้นแต่นักลงทุนจะทำการซื้อขายมากที่สุดเท่าที่นักลงทุนจะทำได้ และส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ทั้งสองปรับเข้าสู่สมดุลตามแนวคิดการบรรจบกันของราคา ทำให้ไม่สามารถทำกำไรโดยปราศจากความเสียหายได้อีกแต่จากการศึกษาพบว่า กลไกการปรับตัวของราคายังไม่สามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากการยืมหุ้นจากบริษัทหลักทรัพย์มีข้อจำกัดว่า บริษัทหลักทรัพย์แต่ละรายไม่ได้มีหุ้นให้ยืมทุกตัว ปริมาณการยืมก็มีอย่างจำกัด และการยืมหุ้นจากบริษัทหลักทรัพย์ต้องมีการวางเงินค้ำประกันตามเงื่อนไข ส่วนการยืมหุ้นจากนักลงทุนรายย่อยนอกตลาดจะทำได้ค่อนข้างยาก เนื่องจากต้องอาศัยความสัมพันธ์ส่วนบุคคล การจะหาผู้ที่ไว้ใจกันและมีหุ้นให้ยืมตามที่ต้องการนั้นเป็นเรื่องยาก อีกทั้งปริมาณที่มีให้ยืมก็มีอย่างจำกัดเช่นกัน

สรุปและข้อเสนอแนะ

การทำกำไรโดยปราศจากความเสียหายจากความไม่สอดคล้องกันระหว่างราคาหุ้นสามัญและราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาในครั้งนี้ได้ยกตัวอย่างความผิดปกติของบริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน) จากการสังเกต พบว่า ความผิดปกติจากหลักทรัพย์ทั้งสองสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนได้ค่อนข้างสูง

ในหลายวัน โดยในวันที่ 20 มีนาคม 2556 สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนก่อนหักต้นทุนการยืมหุ้นได้สูงถึงร้อยละ 45.90 ต่อปีซึ่งทำให้ผู้ที่มีต้นทุนการยืมหุ้นที่ต่ำกว่านี้สามารถเข้ามาทำกำไรโดยปราศจากความเสียหายได้ แต่การเข้ามาทำกำไรโดยปราศจากความเสียหายของนักลงทุนนั้น จะมีข้อจำกัดในเรื่องของการยืมหุ้นที่ได้ค่อนข้างยากจากการศึกษาการทำกำไรโดยปราศจากความเสียหายจากความไม่สอดคล้องกันระหว่างราคาหุ้นสามัญและราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ สามารถนำผลที่ได้ไปใช้กับหลักทรัพย์ตัวใดก็ได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากตัวอย่างที่ศึกษามีความเหมือนกันกับประชากร ซึ่งก็คือหุ้นสามัญและใบสำคัญแสดงสิทธิของทุกบริษัทหลักทรัพย์ รวมทั้งสามารถนำไปใช้ได้กับนักลงทุนทุกคนที่ทำการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ขึ้นอยู่กับต้นทุนการกู้ยืมหุ้นสามัญและความสามารถในการหาหุ้นของแต่ละบุคคลจากความผิดปกติที่ผู้ศึกษาสังเกตได้นั้น ต้องใช้การสังเกตที่หน้าจอบริษัทหลักทรัพย์ตลอดทั้งวัน รวมไปถึงปัจจุบันเทคโนโลยีมีความสำคัญในการดำเนินชีวิตของนักลงทุน ดังนั้นบริษัทหลักทรัพย์ น่าจะนำไปพัฒนาโปรแกรมในการจับผิดและแจ้งเตือนเกี่ยวกับความผิดปกติระหว่างหลักทรัพย์ทั้งสอง เพื่อลดการเสียเวลาในการสังเกตความผิดปกติของนักลงทุน รวมทั้งการเสริมสร้างอาชีพของนักลงทุนโดยซื้อหุ้นสามัญหลากหลายบริษัทและถือไว้ระยะยาว เพื่อให้ นักลงทุนรายย่อยมายืมหุ้นสามัญเพื่อทำวิธีการดังกล่าว นักลงทุนที่ทำการให้ยืมหุ้นจะได้รับทั้งเงินปันผลของหุ้นที่ถือครองอยู่รวมทั้งได้ส่วนต่างจากการคิดต้นทุนการยืมหุ้นสามัญเนื่องจากในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถทำการยืมหุ้นแล้วขาย (Short Sale) ได้จริง รวมทั้งการหานักลงทุนรายอื่นๆ เพื่อการยืมหุ้นนั้น หาได้ยากถือได้ว่าเป็นช่องทางอีกช่องทางหนึ่งในการทำธุรกิจยืมหุ้นเพื่อขายของนักลงทุนรายย่อยได้

เอกสารอ้างอิง

ฉันทนันท์ ทวีวัฒน์. 2556. “การศึกษาผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในทองคำแท่งที่มีการทำสัญญาขายล่วงหน้า.” **การประชุมทางวิชาการครั้งที่ 51 มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์. 2556.** ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **ข้อมูลรายบริษัท บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน).** (Online). www.set.or.th, 2557. _____ . 2556. **ใบสำคัญแสดงสิทธิ.** (Online). www.settrade.com, 2556.

ธนาคารแห่งประเทศไทย. **อัตราดอกเบี้ยประจำวันธนาคารพาณิชย์.** (Online). www.bot.or.th, 2557.

บริษัทหลักทรัพย์ บัวหลวง จำกัด (มหาชน). 2557. **ข้อมูลการซื้อขายหุ้นสามัญและใบสำคัญแสดงสิทธิ.** **ฐานข้อมูลการวิเคราะห์หุ้น, บริษัทหลักทรัพย์ บัวหลวง จำกัด (มหาชน).** _____ . 2557. **ข้อมูลการยืมหุ้นสามัญ.** (Online). www.bualuang.co.th, 2557.

วิวัฒน์ ตีระถาวรวัฒน. 2557. **เจ้าหน้าที่การตลาด อาวุโส. สัมภาษณ์. 15 พฤษภาคม 2557.** สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2550. **ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิ.** กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2556. **ผลตอบแทนและความเสี่ยง.** กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

สรนันท์ สีสรัตน์. 2556. **เจ้าหน้าที่การตลาด อาวุโส. สัมภาษณ์. 3 กันยายน 2556.**